

Estimado coinversor:

Los índices bursátiles más representativos de Estados Unidos y Europa han sufrido en 2022, y cierran el año con caídas significativas. Los fondos de Azvalor, a diferencia de los índices, han tenido un comportamiento excepcional, encabezados por el Azvalor Internacional, con un incremento superior al +45% en 2022<sup>1</sup>.

Warren Buffett advertía hace años que el verdadero test de cómo de conservadora es una cartera se demuestra en los momentos de caídas. Nos sentimos por tanto muy orgullosos de haber logrado proteger a nuestros copartícipes tanto de las caídas como de la inflación. ¡Enhorabuena a todos ustedes por su paciencia, que ahora es momento de celebrar!

No obstante, lo logrado pertenece al pasado, y tras la justa celebración, en Azvalor ya pensamos en los próximos cinco años. Y lo hacemos aferrándonos al mismo proceso de inversión vigente ya desde hace más de 20 años, y evitando hacer predicciones. Un proceso que se ha puesto a prueba (y demostrado su validez) a lo largo de hitos como el 11S, la Gran Crisis del 2008, el Brexit en 2016, el covid-19 y la reciente guerra entre Rusia y Ucrania. Un proceso cuya clave reside en analizar con bisturí de cirujano cada empresa, buscando comprar buenos activos a buenos precios, y esto con la seguridad necesaria para aguantar las embestidas del mercado que siempre suceden, y no se pueden prever. Haber comprado barato es lo que explica el positivo comportamiento de nuestros fondos, a pesar de un entorno de pronunciadas caídas en los mercados; y es también el eje fundamental sobre el que giran nuestras expectativas de atractiva rentabilidad a largo plazo desde estos niveles.

Lógicamente estamos satisfechos de haber logrado algo histórico en favor de nuestros copartícipes (batir por más de 55 puntos porcentuales al mercado en el año) pero ese buen resultado incrementa aún más el nivel de exigencia, y nos obliga a mantenernos alerta y enfocados en mejorar el potencial y la calidad de la cartera. Sabemos que no se suelen tomar buenas decisiones después del éxito. Por eso debemos seguir analizando las compañías con la misma intensidad, con la misma profundidad, estudiar su historia, su gestión, sus activos, su competencia, y su estructura financiera. Hoy nos enfrentamos al alto endeudamiento de la mayoría de Occidente, a una crisis energética global y a tasas de inflación no vistas en 40 años. Para invertir bien en este entorno incierto, proponemos enfocarnos en "lo de siempre": analizar bien cada compañía, y aprovechar el pesimismo para adquirir buenos negocios a precios atractivos.

Nuestro exigente proceso de rotación (vender con ganancias, generar liquidez y reinvertir cuando hay caídas) nos sigue permitiendo crear valor. En concreto, las caídas de los mercados en el tercer trimestre y nuestra gran liquidez nos han permitido incrementar hasta 450 EUR por participación el valor objetivo del fondo Azvalor Internacional<sup>2</sup>, lo que ofrece un potencial de revalorización del 100%. **Este valor estimado supone multiplicar por 4,5 veces el precio de 100 EUR por participación con el que comenzamos la andadura del Azvalor Internacional hace ya más de 7 años.**

### Azvalor Iberia

El valor liquidativo de Azvalor Iberia FI ha crecido en el año un +19,3% frente al crecimiento plano del +0,4% del índice.

A la fecha de cierre de esta carta el valor objetivo de Azvalor Iberia asciende a 237 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a un precio actual de 128 EUR<sup>3</sup>.

La cartera mantiene un elevado nivel de concentración, pesando las diez primeras posiciones entorno a dos tercios de la misma. **Las primeras posiciones son Técnicas Reunidas, Tubacex, y Prosegur Cash.** Creemos que en los tres casos podríamos estar cerca de una mejora muy significativa de los beneficios tras varios años de "travesía del desierto".

Hemos aprovechado el buen comportamiento de Galp o Logista durante el trimestre para reducir exposición. Por el contrario, hemos reforzado posiciones en Grifols-B, y Prosegur Cash. No ha habido incorporaciones de ningún valor nacional con más de un 1% de peso.

En el periodo, cabría mencionar como operación corporativa significativa la OPA de Sonae sobre Sonaecom, con una prima del 25% sobre su último precio anterior al anuncio de la misma. Pensamos que la oferta infravalora la compañía, y por ello no pensamos acudir, salvo que nos obligue el regulador aprobando la exclusión de bolsa.

### Azvalor Internacional

Azvalor Internacional ha tenido una rentabilidad del +45,8% frente a la caída del -9,5% del índice. Se mantiene por tanto la fuerte diferencia del fondo frente a su índice de referencia (y frente a la evolución de las principales bolsas) que ha sido constante a lo largo del año 2022, superando la rentabilidad del mismo en más de 55 puntos porcentuales.

Es importante destacar el atractivo recorrido que mantiene el fondo: su valor objetivo asciende a 450 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a un precio actual de 225 EUR<sup>3</sup>.

Durante el último trimestre del año los mayores aumentos de peso se han producido en British American Tobacco, Vallourec, Pan American Silver, Endeavour Mining y Petrofac, mientras que tomamos beneficios en valores que brillaron durante el pasado año como Whitehaven Coal, Arch Resources, Teck Resources, NOV Inc, Vale o Logista.

La revalorización de la cartera propició la desinversión en numerosas compañías (Civitas Resources, DHT Holdings, Euronav, Gold Fields, Schlumberger, Tenaris, Trican Well), produciéndose también un importante número de nuevas entradas (Ashmore, B2Gold, Elis, Grifols ADR, Howden Joinery, Semapa), ninguna de ellas con un peso superior al 1% todavía.

## Azvalor Blue Chips

El fondo ofrece en el año una rentabilidad positiva del +31,4% que compara con la caída del índice de referencia en un -12,8%, marcando, como en el Azvalor Internacional, una diferencia histórica en términos comparables. Este fondo parte de la cartera de Azvalor Internacional y sigue la misma filosofía aunque con valores más grandes (20 mil millones EUR de capitalización media ponderada).

El buen comportamiento de algunos títulos durante el trimestre ha propiciado la rebaja del peso en valores como Schlumberger, Vale, Tenaris o Glencore, incrementando por el contrario la exposición en compañías como British American Tobacco, Canadian Natural Resources, Petrofac, Bayer, Pan American Silver o Endeavour Mining. Durante el trimestre han entrado siete nuevas compañías en la cartera (B2Gold, First Quantum, Galp, GSK, Liberty Global, Next y Noble Corp) y han salido cuatro (Gold Fields, Prosegur Cash, Southern Copper y Teck Resources).

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial de revalorización, dado que el valor estimado, a la fecha de emisión de esta carta, es de 348 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a su precio actual de 185 EUR<sup>3</sup>.

## Azvalor Managers

La rentabilidad de Azvalor Managers ha sido prácticamente plana en 2022 (+0,54%), mientras que las compañías de la cartera están teniendo un comportamiento muy positivo en cuanto a generación de beneficios y flujos de caja, lo que les permite reducir deuda, incrementar dividendos y recomprar acciones, mejorando por tanto su valor para el accionista. Esto, unido a una fuerte caída de los mercados en el último año que nos ha permitido invertir en algunas oportunidades nuevas muy concretas, hace que el fondo tenga hoy la mejor cartera desde su inicio, a las valoraciones más atractivas. A nivel agregado, **la cartera cotiza actualmente a una valoración de 4,33 veces beneficios y 0,84 valor en libros, nivel nunca antes visto en la vida del**

**fondo**<sup>4</sup>. Pensamos que esto ofrece un alto margen de seguridad y un atractivo potencial de rentabilidad para los próximos años, en un entorno donde la divergencia de valoración entre las compañías caras y baratas del mercado sigue en un extremo histórico (percentil 94 según la firma AQR en "The Bubble Has Not Popped").

Azvalor Managers es un fondo que **combina las mejores ideas de inversión de cuatro gestoras independientes**, ofreciendo por tanto una exposición a más de 100 compañías de diversas regiones y sectores, con la ventaja de que cada inversión ha sido seleccionada tras un exhaustivo proceso de análisis, al tener cada uno de los gestores carteras concentradas con posiciones de alta convicción. Los cuatro Managers llevan **décadas invirtiendo con el mismo estilo y proceso de inversión, y han atravesado todo tipo de tormentas de forma exitosa**, generando históricamente rentabilidades a largo plazo de doble dígito y batiendo de forma holgada al mercado. Además, se trata de una cartera muy diferente al mercado, con prácticamente el 100% de la misma invertida en nombres que no están en los índices principales, proporcionando por tanto una buena diversificación.

### Azvalor Global Value (Fondo de Pensiones)

Como hemos comentado en cartas anteriores, Azvalor Global Value es uno de los escasos fondos de pensiones de gestoras independientes que supera el umbral de los 150 millones, contando adicionalmente con casi 3.000 partícipes.

La cartera combina compañías presentes en Azvalor Iberia y Azvalor Internacional. En el ejercicio 2022 **ha obtenido una rentabilidad positiva del +47,4% (mejorando en casi 55 puntos porcentuales a su índice de referencia)**, marcando, como en el caso de Azvalor Iberia y Azvalor Internacional, diferencias históricas.

El fondo sigue manteniendo un elevado potencial, ya que el valor estimado de su participación, a la fecha de emisión de esta carta, es de 379 EUR<sup>2</sup> por participación, frente a su precio actual de 192 EUR<sup>3</sup>. Si no ha traspasado aún su fondo de pensiones, ¡está a tiempo de que el dinero empiece a trabajar para usted!

### Novedades en Azvalor

Durante el año 2022 hemos recibido entradas netas por valor de 336 millones EUR, y más de 4.500 nuevos copartícipes se han unido a nosotros, sumando ya un total superior a los 20.000 inversores. Desde aquí queremos dar la bienvenida a todos ellos y agradecerles que compartan nuestra visión a largo plazo, requisito indispensable para lograr buenas rentabilidades.

## Consideraciones finales

Nuestros fondos han cumplido su objetivo de ser un “hogar tranquilo”, un “refugio” que ha protegido el ahorro de nuestros copartícipes en medio de la tormenta. Y esto ha sido posible gracias a nuestra obsesión por comprar calidad pagando un precio barato.

Mirando al futuro, los principales fondos de Azvalor (Internacional, Blue Chips, Iberia, Managers y Azvalor Global Value) tienen todos potenciales cercanos al 100%.

El entorno actual es el mejor que nos hemos encontrado desde hace mucho tiempo para un inversor *value* como nosotros. Nuestras compañías han subido con fuerza y hemos realizado plusvalías, mientras el mercado a nuestro alrededor ha caído un 20%. Esa caída de mercado esconde que hay compañías que han sufrido desplomes del 40% o 50%. En algunas de ellas hemos encontrado oportunidades de inversión y con ello incrementado el valor del fondo.

En breve les convocaremos para nuestra VIII Conferencia Anual de Inversores, donde podremos celebrar los buenos resultados y explicar, con el detalle que necesiten, nuestro optimismo de cara al futuro con la cartera actual.

Nos despedimos, agradeciéndoles de nuevo su confianza y emplazándoles a ponerse en contacto con nuestro equipo de Relación con Inversores para resolver las dudas que puedan tener.

Atentamente,

Equipo Azvalor Asset Management SGIC



---

<sup>1</sup> Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

<sup>2</sup> El valor objetivo que se indica en el documento se ha obtenido como resultado de la diferencia entre el valor estimado de cada uno de los activos subyacentes de las carteras, en base a nuestros modelos internos de valoración y los precios a los que cotizan cada uno de ellos actualmente en los mercados bursátiles.

<sup>3</sup> A 26 de enero de 2023.

<sup>4</sup> Fuente: Morningstar a 31 diciembre 2022.

Nota: Todas las rentabilidades mencionadas en esta carta, salvo las expresamente citadas a 26/01/2023, son a fecha 31/12/2022.